

LA EFECTIVIDAD DE LOS PROGRAMAS DEL FMI EN LA ÚLTIMA DÉCADA

2020

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema

Documentos Ocasionales
N.º 2007

Sonsoles Gallego, Pilar L'Hotellerie-Fallois
y Xavier Serra

LA EFECTIVIDAD DE LOS PROGRAMAS DEL FMI EN LA ÚLTIMA DÉCADA (*)

Sonsoles Gallego, Pilar L'Hotellerie-Fallois y Xavier Serra (**)

BANCO DE ESPAÑA

(*) Este trabajo se basa en parte en el Documento Ocasional del BCE n.º 235 (2019), codirigido por Pilar L'Hotellerie-Fallois, en el que participaron como coautores Sonsoles Gallego y Xavier Serra.

(**) Los autores agradecen los comentarios de Óscar Arce, Isabel Garrido, Ignacio Hernando, Paloma Marín, Javier Santillán y Javier Vallés. E, igualmente, el apoyo técnico de Eva Suárez.

La serie de Documentos Ocasionales tiene como objetivo la difusión de trabajos realizados en el Banco de España, en el ámbito de sus competencias, que se consideran de interés general.

Las opiniones y análisis que aparecen en la serie de Documentos Ocasionales son responsabilidad de los autores y, por tanto, no necesariamente coinciden con los del Banco de España o los del Eurosistema.

El Banco de España difunde sus informes más importantes y la mayoría de sus publicaciones a través de la red Internet en la dirección <http://www.bde.es>.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© BANCO DE ESPAÑA, Madrid, 2020

ISSN: 1696-2230 (edición electrónica)

Resumen

En los programas de préstamo del Fondo Monetario Internacional (FMI o Fondo) a países miembros con dificultades de desequilibrio exterior, el acceso a la financiación queda condicionado al cumplimiento de una serie de medidas y reformas, contenidas en un programa económico, que el país prestatario se compromete a llevar a cabo. El FMI revisa el diseño y la condicionalidad de estos programas de manera periódica. Una de las principales aportaciones de la última revisión, finalizada en 2019 y referida al período 2011-2017, ha sido una propuesta para medir la efectividad de los programas en términos del cumplimiento del objetivo de corregir los desequilibrios de los países prestatarios, ejercicio que arroja unos resultados modestos. Por otra parte, la revisión ha puesto de manifiesto el exceso de optimismo de las proyecciones macroeconómicas utilizadas en los programas y la sobreestimación de los efectos positivos de las reformas estructurales, factores que pueden restar precisión y efectividad a las medidas implementadas. Otras cuestiones abiertas en cuanto al diseño y la condicionalidad de los programas del FMI se refieren a la relación entre la condicionalidad y el estigma que genera la apelación a la financiación del Fondo, al impacto social y la estrategia de comunicación de las políticas de ajuste que facilite su aceptación social, a la duración de los programas, al papel de las reestructuraciones de deuda y a la idoneidad de las recomendaciones de política económica, más allá del cumplimiento escrupuloso de los procedimientos asociados a la condicionalidad.

Palabras clave: FMI, condicionalidad, programas, ajuste.

Códigos JEL: F3, F5.

Abstract

In IMF lending to countries in balance of payments difficulties, access to Fund resources is conditional to complying with series of measures and reforms contained in an economic program. The IMF periodically revises the design and conditionality of economic programs. One of the key findings of the latest Review of Conditionality concluded in 2019, comprising programs between 2011 and 2017, is a proposal to measure the effectiveness of IMF programs in terms of their objective of correcting borrowing countries imbalances. This exercise shows modest results. In addition, the review has revealed the excessive optimism of macroeconomic projections used in programs, together with an overestimation of the positive effects of structural reforms. These factors may jeopardize the effectiveness of economic programs. There remain open questions when revising the design and conditionality of IMF programs. Among them, the links between conditionality and stigma, the social impact and communication strategy of adjustment policies so that they can be more socially acceptable, the duration of IMF programs, the role of debt restructurings, and the adequacy of policy recommendations, beyond the strict compliance with conditionality procedures.

Keywords: IMF, conditionality, programs, adjustment.

JEL classification: F3, F5.

Índice

Resumen 5

Abstract 6

1 Introducción 8

2 Los programas del FMI y el papel de la condicionalidad 9

3 La eficacia de los programas del FMI en la última década 11

4 Los supuestos macroeconómicos y fiscales en relación con la eficacia
de los programas del FMI 15

5 Cuestiones pendientes 17

Recuadro 1 Objetivos, formato y directrices de la condicionalidad del FMI 19

Bibliografía 21

1 Introducción

El Fondo Monetario Internacional (FMI o Fondo en adelante) es el principal organismo financiero internacional encargado de velar por la estabilidad macroeconómica y financiera a nivel global, proporcionando apoyo financiero a aquellos países miembros que lo soliciten por encontrarse en situaciones de desequilibrio exterior. Normalmente, el FMI proporciona, este apoyo a cambio de la puesta en práctica de un programa de medidas encaminadas a recuperar la solvencia exterior del país. El papel fundamental que ha desempeñado el Fondo a raíz de la crisis financiera global de 2008 y de la crisis de la deuda soberana europea posterior¹ ilustra la importancia de la actividad de préstamo del FMI en la prevención y resolución de crisis. Esta tarea descansa en la eficacia del Fondo en su labor de vigilancia y como prestamista soberano².

Periódicamente, el FMI lleva a cabo una revisión completa de sus programas, con el fin de evaluar hasta qué punto estos han sido eficaces en el cumplimiento de sus objetivos —la corrección de los desequilibrios de balanza de pagos u otras vulnerabilidades fiscales o financieras— y de identificar áreas de posible mejora. Este trabajo toma como punto de partida la reciente revisión que el Fondo ha realizado del diseño y la condicionalidad de sus programas, concluida a mediados de 2019³, para aportar una perspectiva más amplia sobre la naturaleza de los programas del FMI, evaluar su grado de éxito en los diez últimos años y apuntar cuestiones pendientes de resolver.

En la segunda sección se hace un repaso breve de qué son los programas del Fondo y del papel que desempeña en ellos la condicionalidad. A continuación, la tercera sección se centra en la eficacia de los programas⁴, apoyándose en un ejercicio realizado por el propio Fondo en su reciente revisión de la condicionalidad. La cuarta sección destaca la importancia de que los supuestos macroeconómicos y fiscales estén bien calibrados. Y la última sección apunta a algunas cuestiones abiertas sobre el futuro diseño de los programas.

¹ Desde 2008, el FMI ha llevado a cabo aproximadamente un centenar de programas, a favor de unos 50 países, por un importe total comprometido de alrededor de un billón de dólares.

² Sobre el papel de garante de la estabilidad financiera internacional del FMI y el tamaño de sus recursos, y la relación del Fondo con otras instituciones financieras internacionales, véanse Gallego *et al.* (2018) y Garrido *et al.* (2016), respectivamente.

³ Véase FMI (2019).

⁴ El análisis se refiere principalmente a la financiación ordinaria o no concesional del FMI, la que se concede a las economías avanzadas y emergentes primordialmente en condiciones de mercado. Para un examen complementario de la financiación concesional del Fondo, véase Serra (2018).

2 Los programas del FMI y el papel de la condicionalidad

En esencia, el FMI funciona como un *pool* de recursos aportados por sus 189 miembros (la mayor parte de los países del mundo) en forma de cuotas, una cuarta parte desembolsada en divisas y el resto en moneda nacional. La cuota de cada país representa su participación en los recursos permanentes del FMI y refleja, *grosso modo*, el peso del país en la economía mundial⁵. Según el esquema de funcionamiento del Fondo, los países que experimentan desequilibrios externos acuden al *pool* para rescatar las aportaciones que efectuaron en divisa y canjear su propia moneda por otras divisas⁶, obteniendo así recursos con los que corregir sus desequilibrios por cuenta corriente.

En un sentido estricto, la financiación del Fondo solo se produce cuando el país dispone de cantidades por encima de su cuota, lo que es habitual. Dicha financiación requiere la firma de un programa con el Fondo sujeto a un conjunto de políticas y normas internas que se han ido desarrollando a lo largo del tiempo para proteger los recursos de la institución y asegurar la uniformidad de uso entre países. Dentro de este cuerpo normativo se encuentran la regulación de la asistencia financiera con fines preventivos, el marco de acceso excepcional a los recursos del FMI, la política de financiación a países en mora con sus acreedores privados, la evaluación de garantías de los bancos centrales de los países prestatarios o la combinación de recursos ordinarios y concesionales en los préstamos de determinados países de bajos ingresos.

Un programa del FMI combina tres elementos: un acuerdo bilateral entre el Fondo y el país que solicita financiación, un programa económico y una línea de crédito; estos elementos quedan vinculados entre sí a través de la condicionalidad, que liga el acceso a la línea de crédito con el cumplimiento del programa económico. El acuerdo bilateral entre el país y el FMI necesita la aprobación del Directorio Ejecutivo. En virtud del acuerdo, la institución se compromete con las autoridades económicas del país a proveer divisas o derechos especiales de giro (DEG), en los términos y durante el período de tiempo especificados en el acuerdo⁷, condicionado al cumplimiento de un paquete de medidas económicas y financieras. En el programa económico, negociado entre el país⁸ y el FMI, se detallan las medidas monetarias, cambiarias, fiscales, financieras y estructurales previstas para corregir los problemas que motivan la necesidad de financiación. En tercer lugar, la línea de crédito es el instrumento específico de financiación del programa, donde se detallan los términos del préstamo en cuanto a importe, vigencia, calendario de disposiciones y reembolsos, etc.

⁵ Las cuotas se aproximan a las cuotas teóricas; estas se calculan mediante una fórmula que combina principalmente PIB y apertura comercial, entre otras variables.

⁶ Este funcionamiento explica que en la jerga del FMI las disposiciones de recursos reciban el nombre de «compras» (de divisas), y los reembolsos, el de «recompras» (de moneda nacional).

⁷ El acuerdo, a efectos legales, carece de naturaleza contractual o de la consideración de tratado internacional.

⁸ En ocasiones, la región a la que pertenezca el país —o la unión monetaria, en su caso— puede participar en la negociación del programa y contraer compromisos en relación con él.

El Fondo proporciona diferentes líneas de crédito en función de la naturaleza específica del programa. Las principales modalidades de crédito son los *Stand-By Arrangements* (SBA) y las *Extended Fund Facilities* (EFF). Los primeros tienen una duración de uno-dos años y se aplican a países con dificultades temporales de balanza de pagos, y los segundos, de tres-cuatro años, se aplican a países cuyos problemas de balanza de pagos obedecen a factores de tipo más estructural. Además, desde 2009-2010 existen las líneas de aseguramiento *Flexible Credit Line* (FCL) y *Precautionary Liquidity Line* (PLL), concebidas para países con fundamentos muy buenos o buenos, respectivamente, pero cuya capacidad de financiación externa puede verse afectada por situaciones de inestabilidad en los mercados financieros internacionales. El FMI también dispone de líneas de crédito para países en situaciones de emergencia, que no son objeto de análisis en este documento porque no incluyen condicionalidad⁹.

Como se ha mencionado, un elemento esencial de los programas del FMI es la condicionalidad, que actúa como mecanismo de transmisión entre el programa económico y la línea de crédito, pues los desembolsos previstos en la línea de crédito se condicionan al cumplimiento de las medidas y reformas incorporadas en el programa. La condicionalidad puede variar en el tiempo para adaptarse a las circunstancias cambiantes del país en el curso del programa. El adecuado cumplimiento de estas medidas y actuaciones se comprueba mediante revisiones regulares que efectúa el FMI, en general trimestralmente, y que, si son satisfactorias, abren la puerta a los sucesivos desembolsos (véase el recuadro 1, que contiene una descripción detallada de los objetivos, el formato y las directrices que rigen la condicionalidad del FMI).

⁹ El FMI cuenta con el *Rapid Financing Instrument* (RFI), disponible para la generalidad de los miembros del Fondo, y la *Rapid Credit Facility* (RCF), de carácter concesional y disponible solo para los países de bajos ingresos. Ambas líneas proporcionan asistencia financiera de emergencia con carácter urgente en respuesta a distintos tipos de *shock* (desastres naturales, pandemias, situaciones de posguerra, etc.). No requieren la formulación de un programa ni el cumplimiento de condicionalidad.

3 La eficacia de los programas del FMI en la última década

Una de las principales aportaciones del reciente ejercicio de revisión de la condicionalidad y el diseño de los programas del FMI, completado en 2019, ha sido la propuesta de valoración del grado de éxito —o de eficacia— de sus programas. No cabe duda de que la eficacia de los programas del Fondo constituye un aspecto clave para la institución, pues en ello basa su credibilidad y legitimidad en la prevención y resolución de crisis. El establecimiento de una metodología adecuada para medir la eficacia de los programas es, por tanto, un elemento fundamental para la evaluación de las políticas de préstamo. No obstante, es también un aspecto muy difícil de concretar, que no había sido abordado de forma sistemática hasta la fecha.

La valoración de la eficacia de un programa no puede basarse en consideraciones estrictamente mecánicas. En principio, la eficacia debería medirse en función de los objetivos del programa (reconducir los desequilibrios de balanza de pagos reales o potenciales), pero también podrían incluirse aspectos más generales, como el impacto sobre el crecimiento económico o la capacidad del país para volver a conseguir financiación en los mercados financieros internacionales. Por otra parte, la medición encuentra dificultades en la falta de datos suficientemente desagregados¹⁰ y en los sesgos que pueden derivarse del hecho de que los países con programas sean habitualmente países en crisis profundas.

De hecho, la literatura empírica mide de manera muy heterogénea el grado de eficacia de los programas del FMI y arroja resultados contrapuestos. Algunos trabajos sugieren que los desequilibrios externos y fiscales tienden a mejorar como resultado de la aplicación de los programas del Fondo¹¹, pero la evidencia sobre los efectos en el crecimiento económico¹², la distribución de la renta, el acceso a los mercados financieros o la capacidad para catalizar financiación privada dista de ser concluyente. De igual manera no son concluyentes los resultados sobre la evolución de la inflación, la desigualdad, la pobreza y el gasto social, aunque determinados trabajos han encontrado mejores resultados en los programas concesionales que en los no concesionales¹³. Las diferentes categorías de programas del FMI se aplican en circunstancias distintas y tienen resultados también diferenciados sobre las economías de los países que los suscriben. El cuadro 1 presenta una caracterización de algunos hechos estilizados encontrados al analizar una submuestra de 73 programas del período 2008-2018, incluida en BCE (2019), a partir de un trabajo realizado por un equipo de bancos centrales del Eurosistema; sus resultados deben leerse con la debida cautela¹⁴.

¹⁰ Por ejemplo, sobre la profundidad de las condiciones específicas de los programas del FMI, principalmente en lo que respecta a las características de los programas del FMI, recogidos en la base de datos Monitoring of Fund Arrangements (MONA), que no permiten averiguar aspectos importantes, como la «dureza» de las condiciones aplicadas en un programa, o el detalle de las condiciones fiscales.

¹¹ Véase, por ejemplo, la revisión de Haque y Khan (1998). Killick (1995), en cambio, no encuentra efectos sobre la balanza corriente. Bulir y Moon (2003) encuentran mejoras en el saldo fiscal en la mayoría de los países con programa.

¹² Dicks-Mireaux *et al.* (2000), Atoyan y Conway (2006) y Fidrmuc y Kostagianni (2015) encuentran efectos positivos significativos en crecimiento, pero Przeworski y Vreeland (2000), Hutchison (2001), Bird (2001), Dreher y Vaubel (2004) y Barro y Lee (2005) encontraron efectos negativos sobre el crecimiento durante o tras el programa.

¹³ Para una breve revisión de la literatura empírica, véanse BCE (2019) y Momani y Hibben (2019).

¹⁴ *Ibid.*

Cuadro 1

PRINCIPALES RASGOS DE LAS DISTINTAS CATEGORÍAS DE PROGRAMAS DEL FMI (2008-2018)

Categoría del programa	Rasgos	Resultados
EFF comparados con SBA	<ul style="list-style-type: none"> — Mayor número de condiciones — Más sesgados hacia referencias estructurales — Menos condicionalidad aplicada a los bancos centrales — Mayor probabilidad de que el programa cumpla sus objetivos 	<ul style="list-style-type: none"> — Menor crecimiento y deuda pública más elevada antes del programa — Mayor ajuste fiscal — Las diferencias en tasas de crecimiento del PIB tienden a desaparecer con el paso del tiempo respecto a los SBA
Programas de acceso excepcional frente a programas normales	<ul style="list-style-type: none"> — Mayor número de condiciones — Más sesgados hacia acciones previas — Menores niveles de cumplimiento de condiciones — Menor probabilidad de que el programa cumpla sus objetivos 	<ul style="list-style-type: none"> — La mejora en las variables económicas parece llevar más tiempo
Programas del área del euro frente al resto	<ul style="list-style-type: none"> — Más sesgados hacia las acciones previas (o menos, si excluimos Grecia) y menos hacia referencias estructurales (más, al excluir Grecia) — Más condiciones financieras (sobre todo, incluida Grecia) — El grado de cumplimiento de programas y condiciones mejora sustancialmente si no se tiene en cuenta el caso de Grecia 	<ul style="list-style-type: none"> — Similares a los programas con acceso excepcional, dado que todos los países del área del euro con programa tuvieron acceso excepcional, excepto Chipre (mientras que Islandia fue la única economía avanzada con programa de acceso excepcional fuera del área del euro)
Programas precautorios	<ul style="list-style-type: none"> — Menor número de condiciones — Descansan en menor medida en referencias estructurales y en mayor medida en criterios de ejecución y objetivos indicativos — Mejores tasas de cumplimiento de condiciones 	<ul style="list-style-type: none"> — Mejores condiciones económicas al principio del programa — Tasas de crecimiento más estables — Menor deuda pública — Menor ajuste fiscal
Programas con reestructuración de deuda	<ul style="list-style-type: none"> — Mayor número de condiciones — Mayor proporción de condiciones fiscales — Mucha mayor probabilidad de que el programa incumpla sus objetivos 	<ul style="list-style-type: none"> — Peores condiciones económicas — La mejora solo se produce después de que el programa finaliza
Países que han solicitado más de un programa	Depende de la naturaleza del segundo programa	

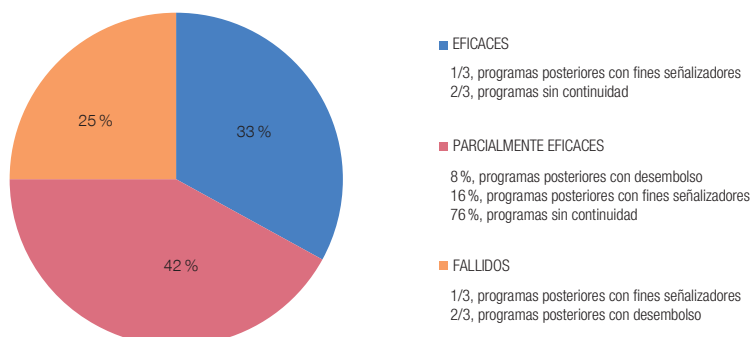
FUENTE: Banco Central Europeo (2019).

En este contexto, el Fondo ha dado un paso significativo para la valoración del éxito de sus programas al construir un nuevo indicador como parte del ejercicio de revisión de la condicionalidad de 2019. El indicador se basa en la medición de dos criterios directamente relacionados con los principales objetivos de la política de préstamo del FMI: solventar los problemas de balanza de pagos del país durante el período de vigencia del programa y alcanzar la viabilidad externa de manera duradera. El primero de estos criterios se mide por la necesidad o no de que el país acuda a un segundo programa de préstamo no precautorio, entendiendo que, si es preciso proporcionar más financiación a través de un segundo programa, el primero no ha cumplido su objetivo. El segundo criterio se basa en un conjunto

EFICACIA DE LOS PROGRAMAS DEL FMI 2011-2017

Las cifras arrojan resultados mixtos.

DATOS EN PORCENTAJE DE LOS PROGRAMAS COMPLETADOS



FUENTES: Fondo Monetario Internacional (2019) y elaboración propia.

amplio de indicadores de vulnerabilidad macroeconómica y financiera¹⁵, entendiendo que, si el país no ha reducido sus vulnerabilidades, no conseguirá mejorar su viabilidad externa a medio plazo. El indicador obtenido a partir de estos componentes permite clasificar los programas como «exitosos», si cumplen los dos criterios, «parcialmente exitosos», si solo cumplen un criterio, o «fallidos», si no cumplen ninguno.

Un rasgo característico del período posterior a la crisis financiera global ha sido la proliferación de países que concatenaban dos o más programas del FMI¹⁶. Sin embargo, la concatenación de programas no puede ser considerada como prueba de su falta de eficacia en todos los casos¹⁷. En este sentido, la metodología desarrollada por el FMI admite que la solicitud de un programa adicional no es necesariamente indicativa del «fracaso» del programa anterior si el segundo programa es precautorio (sin desembolso previsto), de importe limitado, o si es simplemente un programa sin financiación¹⁸ para señalar el compromiso del país con el mantenimiento de políticas económicas sostenibles.

Teniendo en cuenta estas consideraciones, la métrica propuesta arroja como resultado que un 33 % de los programas financiados por el Fondo en el período 2011-2017

¹⁵ Este conjunto de indicadores no está publicado, pero se basa en un enfoque multisectorial de detección de riesgos que pueden hacer a un país vulnerable a una crisis de balanza de pagos, propuesto en Ahuja *et al.* (2017), además de en el juicio de expertos.

¹⁶ En el ámbito europeo destacan los casos de Grecia o Ucrania, pero también muchos otros países (Honduras, Jamaica, Pakistán, Rumanía, Serbia o Túnez, entre otros) han acudido a la financiación del FMI de forma sucesiva en los últimos años. Aproximadamente el 40 % de los programas entre 2008 y 2018 han sido programas sucesivos.

¹⁷ Véase Iseringhausen *et al.* (2019) sobre determinantes y predicción del empleo repetido de los recursos ordinarios del FMI en los programas concedidos entre 1952 y 2012.

¹⁸ *Policy Coordination Instrument* (PCI), en la terminología del FMI.

habrían sido eficaces, un 42 % parcialmente eficaces y un 25 % fallidos¹⁹ (véase gráfico 1). Es decir, en un tercio de los casos se habría conseguido reducir el desequilibrio externo y mitigar las vulnerabilidades económicas y financieras de forma estable.

La metodología adoptada por el FMI representa un paso importante para evaluar la eficacia de los programas, pero también ilustra las dificultades del ejercicio. Los resultados obtenidos adolecen de cierta discrecionalidad, ya que dependen, por ejemplo, del umbral elegido para considerar si un programa es de acceso limitado o no. Hay también algunos aspectos —como la evaluación de los indicadores de vulnerabilidad— sobre los que el Fondo no ha proporcionado suficiente transparencia. Pero, sobre todo, resulta clave analizar las causas de estos modestos resultados y extraer lecciones para su mejora futura.

¹⁹ Para los programas concesionales se obtienen resultados análogos, con una distribución 25-50-25, si bien la metodología difiere significativamente. El análisis discrimina primero en función de la sostenibilidad de la deuda del país y, a continuación, evalúa únicamente el comportamiento de los países sin riesgos sustanciales de deuda según cinco indicadores macroeconómicos relevantes (gastos social y de capital; ingresos fiscales; inflación y crecimiento del PIB en términos reales) en los tres años posteriores a la aprobación del programa. El éxito de los programas, según este planteamiento, corresponde a aquellos países sin presiones de deuda significativas que satisfacen al menos tres de estos cinco indicadores.

4 Los supuestos macroeconómicos y fiscales en relación con la eficacia de los programas del FMI

Los programas del FMI aprobados durante la última década presentan una regularidad, que es el exceso de «optimismo» en las proyecciones macroeconómicas que incorporan; en particular, un exceso de optimismo respecto a la evolución futura del PIB. Como se observa en el gráfico 2, referido a 73 programas del FMI concedidos entre 2008 y 2018 que se analizan en BCE (2019), el crecimiento del PIB en los cuatro años posteriores a la aprobación del programa se situó por debajo de las previsiones, mientras que el déficit de la balanza por cuenta corriente durante el mismo lapso de tiempo resultó menor que el previsto inicialmente.

Este sesgo, que no había aparecido en anteriores revisiones de la condicionalidad²⁰, se ha observado también en las previsiones utilizadas por el Fondo en su actividad de vigilancia bilateral (consultas bajo el artículo IV) y multilateral (publicaciones semestrales, como el *World Economic Outlook*) tras la crisis financiera global. Dado que la previsión de crecimiento es un elemento central de un programa, sobre el que pivotan las recomendaciones para el ajuste interno, la evaluación de la sostenibilidad de la deuda y el cálculo de la necesidad de financiación externa del país, este tipo de sesgo tiene implicaciones directas sobre el éxito o la eficacia del programa. El FMI constata que los programas que utilizaron previsiones de crecimiento más realistas en la última década fueron a menudo más eficaces.

Entre las causas del excesivo optimismo de las previsiones, hay factores de gran trascendencia para el diseño de los programas, como la aparente infraestimación de los multiplicadores fiscales o la sobreestimación de los beneficios esperados de las reformas estructurales. Las dificultades para calibrar adecuadamente los efectos de la crisis financiera a nivel global y sus implicaciones sobre la demanda esperada de los socios comerciales y los precios de las materias primas también contribuyeron a los errores de previsión. Por ello, una de las recomendaciones que se derivan de la reciente revisión de la condicionalidad y el diseño de los programas es la de mejorar la proyección de los escenarios macroeconómicos centrales y de los escenarios de riesgo.

En cuanto a las posibles causas de la infraestimación de los multiplicadores fiscales, esta se atribuye frecuentemente a que la composición final del ajuste fiscal fue en muchos casos más negativa de cara al crecimiento económico que la prevista inicialmente en la condicionalidad de los programas. De hecho, en la última década el ajuste fiscal ha diferido marcadamente del previsto en muchos de los países analizados²¹: la movilización de ingresos fiscales adicionales ha sido inferior a los objetivos establecidos en los programas —un aspecto, a su vez, asociado en parte al optimismo de las previsiones de crecimiento—, lo que ha impedido cumplir las previsiones de gasto en inversión y ha exigido mayores recortes del gasto primario, o, alternatively, ha llevado a un incumplimiento de la previsión de déficit.

²⁰ En la revisión de la condicionalidad de 2012, las previsiones presentaron un menor sesgo optimista.

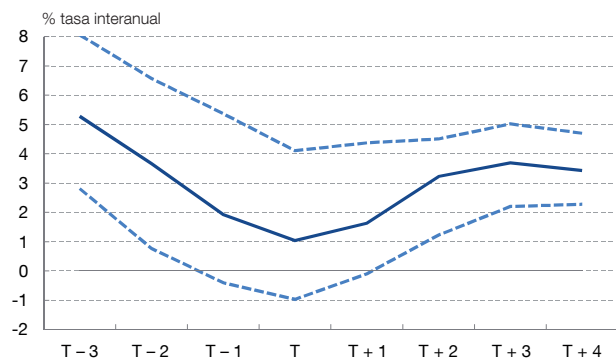
²¹ Véase FMI (2019).

Gráfico 2

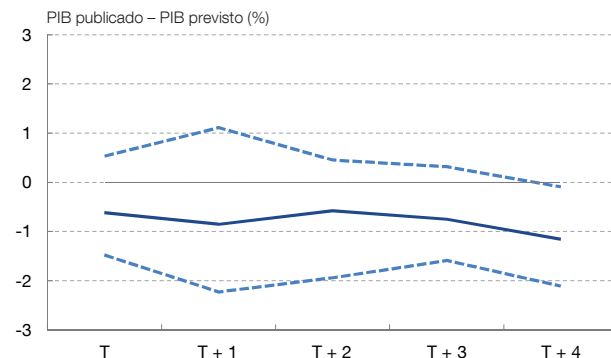
RESULTADOS MACROECONÓMICOS Y ERRORES DE PREDICCIÓN EN LOS PROGRAMAS DEL FMI (a)

Mayor ajuste de la cuenta corriente y menor crecimiento del PIB.

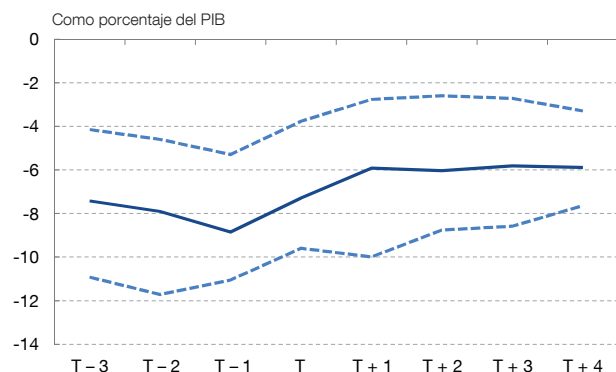
1 CRECIMIENTO DEL PIB



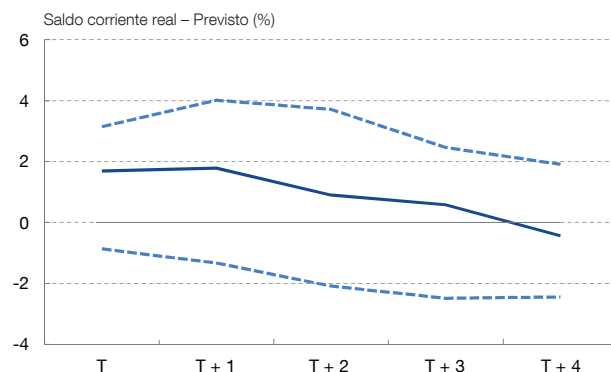
2 ERROR DE PREDICCIÓN



3 SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



4 ERROR DE PREDICCIÓN



FUENTES: ECB Occasional Paper Series, n.º 235, octubre de 2019, y elaboración propia.

a La línea azul oscuro indica los promedios por país con programa, y la azul claro, los percentiles 25 y 75.

La calidad del ajuste fiscal es un tema tradicional de preocupación para el FMI, sobre el que existe una amplia literatura²². Además, el debate sobre la composición de los ajustes fiscales reabre una de las discusiones clave en el diseño de los programas y la condicionalidad del FMI: por un lado, el equilibrio entre la independencia y la responsabilidad del país para fijar sus propios objetivos de ajuste dentro de un programa (*ownership*), y, por otro, la «granularidad», es decir, la precisión con la que se definen los compromisos fiscales —o cualquier otro tipo de condición— en los programas.

²² Véanse, por ejemplo, Bulir y Moon (2003), Tanzi y Davoodi (1998), Gupta (2018) o Rickard and Caraway (2018), entre muchos otros.

5 Cuestiones pendientes

La revisión de la condicionalidad y del diseño de los programas de 2019 ha puesto de manifiesto también una serie de cuestiones que inciden en la eficacia de los programas del Fondo y que merecen un análisis adicional.

La interacción entre condicionalidad y estigma sigue siendo una cuestión abierta. Una de las razones por las que los países se muestran reacios a solicitar financiación al FMI es el estigma habitualmente asociado a los programas de ajuste, que puede manifestarse tanto en términos de percepción de pérdida de soberanía por parte de la sociedad como en términos de una señalización negativa para los mercados financieros. La percepción de estigma interfiere con la capacidad del FMI para actuar preventivamente y merma, por tanto, la efectividad de su actuación. El estigma puede ocasionar un bajo nivel de compromiso con el programa y una escasa voluntad de las autoridades del país para llevar a cabo ciertas acciones o reformas. En este sentido, a menudo se ha asociado el estigma a una condicionalidad excesiva, de ahí que el FMI haya hecho esfuerzos por reducir el número de condiciones a las realmente imprescindibles para el cumplimiento de los objetivos del programa.

Sin embargo, las causas del estigma son, posiblemente, más profundas y no pueden resolverse únicamente limitando el número de condiciones. Cabe pensar en un replanteamiento más general de los programas del Fondo que promueva una mayor aceptación social de ciertas políticas, asegurando una distribución más justa y equitativa de los costes asociados al ajuste, y que se apoye en estrategias de comunicación más efectivas con la opinión pública. No obstante, también cabe plantearse si la aplicación de menos condiciones puede haber sido perjudicial para la efectividad de los programas en determinados casos; por ejemplo, al facilitar que los ajustes fiscales hayan discurrido por la vía de la menor resistencia política y no necesariamente por la más favorable para la corrección duradera de los desequilibrios y la consecución de un crecimiento sostenible. De hecho, el debate acerca de una mayor granularidad de las condiciones y sus implicaciones sobre el grado de compromiso nacional con los programas sigue abierto.

Otra de las grandes cuestiones que han aflorado en la reciente revisión de la condicionalidad es la duración de los programas. El plazo de uno-dos años de los programas SBA²³ no parece adecuado para la naturaleza de las crisis actuales, profundas y prolongadas. Posiblemente por esta razón la mayoría de los programas firmados por el FMI en la última década han sido EFF, que tienen una duración de tres-cuatro años²⁴, un plazo que parece más adecuado para que las medidas se implementen y den resultados contrastables, en especial las reformas estructurales que requieren períodos de puesta en práctica más dilatados. Sin embargo, también hay argumentos en contra del alargamiento

²³ En ningún caso pueden extenderse por encima de los tres años.

²⁴ Habitualmente, de tres años, ampliables un año más, o incluso de cuatro años desde la aprobación misma del programa, si el ajuste es prolongado y se constata un elevado compromiso del país en la implementación de las reformas acordadas.

de los programas: la fatiga reformista, que se acentúa con el paso del tiempo, el riesgo de retrasos en ajustes que son necesarios o un aumento en los riesgos de implementación de los programas. Una posible alternativa al alargamiento es la aprobación de programas sin financiación (tipo PCI) o el empleo de los *Post Program Monitoring* (PPM) una vez finalizado un programa con financiación.

La contribución de las reestructuraciones de deuda al éxito de los programas del FMI es otro aspecto controvertido. La reciente revisión ha mostrado casos en los que las operaciones de deuda (reestructuración o reprogramación de vencimientos) tuvieron una incidencia favorable en términos de ajuste fiscal y crecimiento²⁵. No obstante, esta evidencia se basa en una muestra limitada de programas, centrada en economías pequeñas y no sistémicas, que no permite generalizar las conclusiones. Un análisis caso por caso parece lo más recomendable. Es necesario también que el Fondo (junto con el Banco Mundial, en el caso de los países con rentas más bajas) continúe depurando los análisis de sostenibilidad de deuda que realiza, cuya importancia es decisiva a la hora de determinar el volumen de acceso a sus recursos.

Finalmente, cabe plantearse la utilidad práctica de revisar el diseño de los programas y la condicionalidad si al mismo tiempo no se realiza un análisis más profundo sobre la bondad de las recomendaciones de política económica y sobre la gobernanza que rodea la concesión de los programas. Las revisiones que realiza el FMI —o la Independent Evaluation Office— están más enfocadas a evaluar el cumplimiento de las propias directrices que a plantearse si esas «reglas» son las más apropiadas para el éxito de los programas. Por ello, cabría plantearse una visión más amplia y más crítica sobre las recomendaciones de política económica en los programas. El *Integrated Policy Framework*²⁶ que el FMI está desarrollando en la actualidad, en el ámbito de la supervisión macrofinanciera, podría ser un primer paso para mejorar las recomendaciones de política económica en economías emergentes.

²⁵ Véase FMI (2019).

²⁶ Este marco persigue una evaluación sistemática de la combinación de políticas monetarias, cambiarias, macroprudenciales y de gestión de flujos de capital, con las que alcanzar de forma más eficaz los objetivos de crecimiento y estabilidad, especialmente en respuesta a la creciente interrelación macrofinanciera y externa, y al potencial de mayores efectos *spillover*.

OBJETIVOS, FORMATO Y DIRECTRICES DE LA CONDICIONALIDAD DEL FMI

La condicionalidad responde a un doble objetivo: contribuye a resolver los desequilibrios externos de los países prestatarios, de acuerdo con el mandato institucional reconocido en los estatutos del Fondo Monetario Internacional (FMI)¹, y, simultáneamente, salvaguarda los recursos financieros de la institución (cuantiosos, pero limitados), que están a disposición de todos sus miembros².

Cabe aclarar que la condicionalidad no es el único instrumento del que dispone el FMI en la tarea de proteger sus recursos, ya que la institución disfruta también de un estatus de acreedor preferente, reconocido por la comunidad financiera internacional, en atención a su papel singular en la prevención y la resolución de crisis. Además, el Fondo aplica una estructura de recargos a los tipos de interés de sus líneas de crédito —con el fin de desincentivar préstamos prolongados— y de volúmenes elevados, monitoriza los programas ya concluidos con importes pendientes de reembolso, aplica medidas paliativas a los deudores en situación de atrasos prolongados y dota unas reservas específicas, denominadas «saldos precautorios», para cubrir el riesgo crediticio y otros riesgos relacionados.

Originalmente, el Convenio Constitutivo del FMI no contemplaba ninguna provisión específica sobre el uso de los recursos. La noción de condicionalidad tomó forma en la década de los cincuenta, con la introducción de la política de tramos de crédito³ y con la aparición de los acuerdos SBA, que prevén un escalonamiento de los desembolsos y abren la posibilidad de llevar a cabo un seguimiento más estrecho de la actuación del país por medio de revisiones periódicas.

La condicionalidad de los programas toma distintos formatos: i) las acciones previas (*prior actions*) son, en general, medidas estructurales que deben ser implementadas antes de que el Directorio decida sobre la aprobación del programa, su revisión o la exención en el cumplimiento de algún criterio de ejecución⁴;

ii) los criterios de evaluación (*performance criteria*) son objetivos cuantitativos que se establecen sobre las variables macroeconómicas clave (ingresos fiscales, inflación, etc.), que se han de alcanzar a lo largo de la vida del programa y cuyo cumplimiento es fundamental para la aprobación de un determinado desembolso⁵; iii) los objetivos indicativos (*indicative targets*), que son indicadores cuantitativos que se utilizan en sustitución de los criterios de evaluación en situaciones de incertidumbre elevada o como complemento de dichos criterios, y iv) las referencias estructurales (*structural benchmarks*), medidas que se establecen como marcadores para evaluar el grado de progreso en la implementación de una reforma estructural crítica para el logro de un programa. A diferencia de los criterios de evaluación, la falta de implementación de estas medidas no lleva a la interrupción automática de los desembolsos.

Cada programa del FMI es objeto de revisiones periódicas: el *staff* del FMI examina el cumplimiento de las condiciones incorporadas en el programa y presenta sus conclusiones al Directorio. Este, en su caso, autoriza el desembolso específico previsto en el acuerdo o prescribe las medidas correctivas necesarias⁶.

La condicionalidad se regula mediante directrices⁷ internas del FMI. Las primeras directrices sobre condicionalidad aparecieron en 1968 y se actualizaron una década después, tras el colapso del sistema de Bretton Woods, la crisis de los precios del petróleo y la introducción de los acuerdos EFF en el catálogo de líneas del FMI. Las directrices de 1979 consideraban la estabilización económica como principal objetivo de los programas del Fondo, aunque también aludían a los objetivos políticos y sociales, y a las prioridades económicas del país considerado. En 2002 se aprobaron las directrices actualmente vigentes⁸. De acuerdo con estas directrices, los objetivos fundamentales de la financiación del FMI son la corrección de los desequilibrios externos, sin recurrir a medidas lesivas para la prosperidad nacional o internacional,

1 Véanse los artículos I.v) y V, sección 3.a), del Convenio Constitutivo del FMI en FMI (2016).

2 A la condicionalidad también se le atribuye un papel catalítico de atracción de flujos de capital oficiales y privados a favor de los países bajo acuerdos con el FMI y la facultad de paliar el riesgo moral asociado al endeudamiento con el Fondo.

3 Esta política se refiere a la descomposición del crédito del FMI en cuatro tramos o segmentos, cada uno de ellos equivalente al 25 % de la cuota del país. El primero de ellos prácticamente incondicional y el resto sujetos a la denominada «condicionalidad en los tramos superiores de crédito» (entre el 25 % y el 100 % de la cuota) o «condicionalidad estándar». Esta denominación ha quedado un tanto desfasada en la medida en que el crédito del FMI frecuentemente supera el 100 % de la cuota del prestatario.

4 El FMI tiende a utilizar esta herramienta en los casos de precedentes de escasa eficacia o bajo compromiso del país con el programa, por lo que en ocasiones se emplea como *proxy* inverso para medir el grado de compromiso nacional. Sin embargo, un grado de cumplimiento alto de condiciones previas antes de acceder a los recursos del FMI puede denotar también un compromiso y una identificación con el programa elevados. Por tanto, es un indicador incierto, que depende de cada país.

5 Inicialmente, los criterios de ejecución también podían referirse a la realización de reformas estructurales, pero fueron eliminados en marzo de 2009 por recomendación de la Independent Evaluation Office en su informe sobre condicionalidad estructural (2007 y actualización de 2018). Con esta eliminación se pretendía evitar la proliferación de eximentes por incumplimiento de criterios de ejecución debidos a retrasos justificados, con el fin de no suspender los desembolsos del programa. La eximente, en la práctica, podía malinterpretarse como un acto de indulgencia frente a un programa descarrilado.

6 También cabe la posibilidad de que el Directorio no interrumpa un desembolso determinado, pese al incumplimiento de una o varias condiciones, si considera que el programa puede implementarse con éxito a pesar de todo.

7 Las directrices son decisiones adoptadas por el Directorio Ejecutivo, complementarias al Convenio Constitutivo del FMI y otras decisiones del Directorio, referidas a la regulación de una determinada política institucional. Las directrices pueden suplementarse con pautas de actuación que faciliten al Fondo la aplicación de dichas directrices.

8 Véase Serra (2003).

OBJETIVOS, FORMATO Y DIRECTRICES DE LA CONDICIONALIDAD DEL FMI (cont.)

el logro de la viabilidad externa a medio plazo y la promoción de un crecimiento económico sostenido.

Las directrices descansan sobre varios principios generalmente aceptados por los países miembros del FMI: el compromiso nacional con los programas, la limitación del número de condiciones requeridas, su adaptación a las circunstancias de cada país, la coordinación con otras instituciones multilaterales y la claridad en la definición de qué condiciones están vinculadas a la recepción de financiación.

- 1 El compromiso nacional (*ownership*, en inglés) consiste en la predisposición favorable a asumir la responsabilidad de un programa de políticas económicas y financieras por parte de las autoridades responsables de la formulación y la aplicación de dichas políticas. Con el tiempo, este principio se ha considerado cada vez más esencial para asegurar el éxito de un programa.
- 2 El principio de limitar el número de condiciones al mínimo necesario para el logro de los objetivos del programa (*parsimony*) o el seguimiento de su implementación debe redundar en una priorización adecuada de las políticas y en una menor incertidumbre sobre la capacidad del país para llevarlas a término de forma efectiva.
- 3 El principio de adaptación (*tailoring*) supone aplicar con flexibilidad el diseño de los programas atendiendo a las particulares circunstancias de los países y a las características específicas de la línea de crédito bajo la cual se canaliza la financiación.
- 4 La coordinación con otras instituciones multilaterales busca la coherencia de la condicionalidad privativa del FMI

con la de otros organismos internacionales, en un marco integrado e idealmente liderado por el país.

- 5 Por último, el principio de claridad lleva a distinguir entre las condiciones del programa y otras medidas cuyo cumplimiento no esté vinculado al uso de los recursos del Fondo.

Las directrices de 2002 han sido objeto de revisión en tres ocasiones⁹. La revisión de 2005, centrada en el período 2001-2004 (unos 80 programas), advirtió del riesgo de una excesiva simplificación de la condicionalidad que pudiera comprometer el crecimiento y las reformas requeridas. La revisión de 2012, referida al período 2002-2011 (159 programas), recomendó mejorar la claridad de las condiciones para el logro de los objetivos y adecuarlas a la capacidad de implementación del país; también reclamó mayor coherencia en la consideración de los asuntos macrosociales dentro de los programas y reforzar el grado de compromiso nacional con el programa y la transparencia. Por último, la revisión completada en 2019 ha abarcado el período 2011-2017 (133 programas) y ha señalado el excesivo optimismo de las previsiones de crecimiento que se incorporan en los programas y ajustes fiscales menos proclives al crecimiento económico. También ha desvelado la tendencia hacia la aprobación de acuerdos de mayor duración y con más contenido de reformas estructurales, fruto de las condiciones en las que se aprobaron los programas en el período poscrisis. El Directorio del FMI ha validado sin cambios las directrices vigentes y ha adoptado una serie de decisiones orientadas a favorecer un mayor realismo en las proyecciones y a dar un mayor peso a la granularidad, el gradualismo y la limitación en el número de condiciones de los programas¹⁰.

⁹ Las directrices fueron objeto, además, de una revisión adicional centrada en los programas concedidos en respuesta a la crisis financiera global; véase FMI (2015).

¹⁰ Véase FMI (2019).

Bibliografía

- Ahuja, A., M. Syed y K. Wiseman (2017). *Assessing Country Risk: Selected Approaches*, Technical Notes and Manuals, Strategy, Policy, and Review Department, FMI, junio.
- Atoyan, R., y P. Conway (2006). «Evaluating the impact of IMF programs: A comparison of matching and instrumental-variable estimators», *Review of International Organizations*, 1(2), pp. 99-124.
- Barro, R. J., y J. W. Lee (2005). «IMF Programs: Who is Chosen and What Are the Effects?», *Journal of Monetary Economics*, n.º 52, pp. 1245-1269.
- BCE (2019). *Conditionality and design of IMF-supported programmes*, IRC Task Force on IMF and Global Financial Governance Issues, Occasional Paper, n.º 235, octubre.
- Bird, G. (2001). «IMF Programs: Do They Work? Can They Be Made To Work Better?», *World Development*, 29(11) pp. 1849-1865.
- Bulir, A., y S. Moon (2003). *Do IMF-Supported Programs Help Make Fiscal Adjustment More Durable?*, IMF Working Paper, 03/38.
- Dicks-Mireaux, L., M. Mecagni y S. Schadler (2000). «Evaluating the effect of IMF lending to low-income countries», *Journal of Development Economics*, n.º 61, pp. 495- 526.
- Dreher, A., y R. Vaubel (2004). «The Causes and Consequences of IMF Conditionality», *Emerging Markets Finance and Trade*, 40(3), pp. 26-54.
- Fidrmuc, J., y S. Kostagianni (2015). «Impact of IMF Assistance on Economic Growth Revisited», *Economics and Sociology*, 8(3), pp. 32-40.
- FMI (2019). *2018 Review of Program Design and Conditionality*, Policy Paper, n.º 19/012, Washington, mayo.
- (2016). *Articles of Agreement*, Washington, abril.
- (2015). *Crisis Program Review*, Policy Paper, Washington, noviembre.
- Gallego, S., P. L'Hotellerie-Fallois y F. López-Vicente (2018). «El Fondo Monetario Internacional y su papel como garante de la estabilidad financiera global», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2018, Banco de España.
- Garrido, I., P. Moreno y X. Serra (2016). «El nuevo mapa de las instituciones financieras internacionales», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.
- Gupta, S. (2018). «What Have We Learned from Expenditure Conditionality in IMF Programs?», artículo publicado en el Center for Global Development, noviembre.
- Haque, N. U., y M. S. Khan (1998). *Do IMF-Supported Programs Work? A Survey of the Cross-Country Empirical Evidence*, IMF Working Paper, 98/169, Hutchison,
- Hutchison, M. M. (2001). *A Cure Worse Than the Disease? Currency Crises and the Output Costs of IMF-Supported Stabilization Programs*, NBER Working Paper, n.º 8305.
- IEO (2018). *Structural conditionality in IMF-supported programs— Evaluation Update*, Washington, mayo.
- (2007). *Structural conditionality in IMF-supported programs*, Washington, enero de 2008.
- Iseringhausen, M., M. Nkusu y W. Wiranto (2019). *Repeated Use of IMF-Supported Programs: Determinants and Forecasting*, IMF Working Paper, 19/245.
- Killick, T. (1995). *IMF Programs in Developing Countries: Design and Impact*, Londres, Routledge.
- Momani, B., y M. R. Hibben (2019). *What's wrong with the IMF and How to Fix it*, Cambridge, Polity Press.
- Przeworski, A., y J. R. Vreeland (2000). «The effect of IMF programs on economic growth», *Journal of Development Economics*, n.º 62, pp. 385-421.
- Rickard, S., y T. L. Caraway (2018). «International demands for austerity: examining the impact of the IMF on the public sector», *Review of International Organizations*, ISSN 1559-7431, LSE Research Online, marzo.
- Serra, X. (2018). «Situación y perspectivas de la política de préstamo concesional del FMI», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2018, Banco de España.
- (2003). «Estado actual de la condicionalidad del Fondo Monetario Internacional», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España.
- Tanzi, V., y H. Davoodi (1998). *Roads to Nowhere: How Corruption in Public Investment Hurts Growth*, IMF Economic Issues, n.º 12.

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 1501 MAR DELGADO TÉLLEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS, SAMUEL HURTADO y JAVIER J. PÉREZ: Los mecanismos extraordinarios de pago a proveedores de las Administraciones Públicas en España. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1502 JOSÉ MANUEL MONTERO y ANA REGIL: La tasa de actividad en España: resistencia cíclica, determinantes y perspectivas futuras.
- 1503 MARIO IZQUIERDO y JUAN FRANCISCO JIMENO: Employment, wage and price reactions to the crisis in Spain: Firm-level evidence from the WDN survey.
- 1504 MARÍA DE LOS LLANOS MATEA: La demanda potencial de vivienda principal.
- 1601 JAVIER MENCÍA y JESÚS SAURINA: Política macroprudencial: objetivos, instrumentos e indicadores. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1602 LUIS MOLINA, ESTHER LÓPEZ y ENRIQUE ALBEROLA: El posicionamiento exterior de la economía española.
- 1603 PILAR CUADRADO y ENRIQUE MORAL-BENITO: El crecimiento potencial de la economía española (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1604 HENRIQUE S. BASSO y JAMES COSTAIN: Macroprudential theory: advances and challenges.
- 1605 PABLO HERNÁNDEZ DE COS, AITOR LACUESTA y ENRIQUE MORAL BENITO: An exploration of real-time revisions of output gap estimates across European countries.
- 1606 PABLO HERNÁNDEZ DE COS, SAMUEL HURTADO, FRANCISCO MARTÍ y JAVIER J. PÉREZ: Public finances and inflation: the case of Spain.
- 1607 JAVIER J. PÉREZ, MARIE AOURIRI, MARÍA M. CAMPOS, DMITRIJ CELOV, DOMENICO DEPALO, EVANGELIA PAPAPETROU, JURGA PESLIAKAITÉ, ROBERTO RAMOS y MARTA RODRÍGUEZ-VIVES: The fiscal and macroeconomic effects of government wages and employment reform.
- 1608 JUAN CARLOS BERGANZA, PEDRO DEL RÍO y FRUCTUOSO BORRALLÓ: Determinants and implications of low global inflation rates.
- 1701 PABLO HERNÁNDEZ DE COS, JUAN FRANCISCO JIMENO y ROBERTO RAMOS: El sistema público de pensiones en España: situación actual, retos y alternativas de reforma. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1702 EDUARDO BANDRÉS, MARÍA DOLORES GADEA-RIVAS y ANA GÓMEZ-LOSCOS: Regional business cycles across Europe.
- 1703 LUIS J. ÁLVAREZ e ISABEL SÁNCHEZ: A suite of inflation forecasting models.
- 1704 MARIO IZQUIERDO, JUAN FRANCISCO JIMENO, THEODORA KOSMA, ANA LAMO, STEPHEN MILLARD, TAIRI RÕÕM y ELIANA VIVIANO: Labour market adjustment in Europe during the crisis: microeconomic evidence from the Wage Dynamics Network survey.
- 1705 ÁNGEL LUIS GÓMEZ y M.ª DEL CARMEN SÁNCHEZ: Indicadores para el seguimiento y previsión de la inversión en construcción.
- 1706 DANILO LEIVA-LEON: Monitoring the Spanish Economy through the Lenses of Structural Bayesian VARs.
- 1707 OLYMPIA BOVER, JOSÉ MARÍA CASADO, ESTEBAN GARCÍA-MIRALLES, JOSÉ MARÍA LABEAGA y ROBERTO RAMOS: Microsimulation tools for the evaluation of fiscal policy reforms at the Banco de España.
- 1708 VICENTE SALAS, LUCIO SAN JUAN y JAVIER VALLÉS: The financial and real performance of non-financial corporations in the euro area: 1999-2015.
- 1709 ANA ARENCIBIA PAREJA, SAMUEL HURTADO, MERCEDES DE LUIS LÓPEZ y EVA ORTEGA: New version of the Quarterly Model of Banco de España (MTBE).
- 1801 ANA ARENCIBIA PAREJA, ANA GÓMEZ LOSCOS, MERCEDES DE LUIS LÓPEZ y GABRIEL PÉREZ QUIRÓS: A short-term forecasting model for the Spanish economy: GDP and its demand components.
- 1802 MIGUEL ALMUNIA, DAVID LÓPEZ-RODRÍGUEZ y ENRIQUE MORAL-BENITO: Evaluating the macro-representativeness of a firm-level database: an application for the Spanish economy.
- 1803 PABLO HERNÁNDEZ DE COS, DAVID LÓPEZ RODRÍGUEZ y JAVIER J. PÉREZ: Los retos del desapalancamiento público. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1804 OLYMPIA BOVER, LAURA CRESPO, CARLOS GENTO y ISMAEL MORENO: The spanish survey of household finances (EFF): Description and methods of the 2014 wave.
- 1805 ENRIQUE MORAL-BENITO: The microeconomic origins of the Spanish boom.
- 1806 BRINDUSA ANGHEL, HENRIQUE BASSO, OLYMPIA BOVER, JOSÉ MARÍA CASADO, LAURA HOSPIDO, MARIO IZQUIERDO, IVAN A. KATARYNIUK, AITOR LACUESTA, JOSÉ MANUEL MONTERO y ELENA VOZMEDIANO: La desigualdad de la renta, el consumo y la riqueza en España. (Existe una versión en inglés con el mismo número).

- 1807 MAR DELGADO-TÉLLEZ y JAVIER J. PÉREZ: Institutional and economic determinants of regional public debt in Spain.
- 1808 CHENXU FU y ENRIQUE MORAL-BENITO: The evolution of Spanish total factor productivity since the Global Financial Crisis.
- 1809 CONCHA ARTOLA, ALEJANDRO FIORITO, MARÍA GIL, JAVIER J. PÉREZ, ALBERTO URTASUN y DIEGO VILA: Monitoring the Spanish economy from a regional perspective: main elements of analysis.
- 1810 DAVID LÓPEZ-RODRÍGUEZ y CRISTINA GARCÍA CIRIA: Estructura impositiva de España en el contexto de la Unión Europea.
- 1811 JORGE MARTÍNEZ: Previsión de la carga de intereses de las Administraciones Públicas.
- 1901 CARLOS CONESA: Bitcoin: ¿una solución para los sistemas de pago o una solución en busca de problema? (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1902 AITOR LACUESTA, MARIO IZQUIERDO y SERGIO PUENTE: Un análisis del impacto de la subida del salario mínimo interprofesional en 2017 sobre la probabilidad de perder el empleo. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1903 EDUARDO GUTIÉRREZ CHACÓN y CÉSAR MARTÍN MACHUCA: Exporting Spanish firms. Stylized facts and trends.
- 1904 MARÍA GIL, DANILO LEIVA-LEON, JAVIER J. PÉREZ y ALBERTO URTASUN: An application of dynamic factor models to nowcast regional economic activity in Spain.
- 1905 JUAN LUIS VEGA (COORDINADOR): *Brexit*: balance de situación y perspectivas.
- 1906 JORGE E. GALÁN: Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited.
- 1907 VÍCTOR GONZÁLEZ-DÍEZ y ENRIQUE MORAL-BENITO: El proceso de cambio estructural de la economía española desde una perspectiva histórica. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1908 PANA ALVES, DANIEL DEJUÁN y LAURENT MAURIN: Can survey-based information help assess investment gaps in the EU?
- 1909 OLYMPIA BOVER, LAURA HOSPIDO and ERNESTO VILLANUEVA: The Survey of Financial Competences (ECF): description and methods of the 2016 wave.
- 1910 LUIS JULIÁN ÁLVAREZ: El índice de precios de consumo: usos y posibles vías de mejora.
- 1911 ANTOINE BERTHOU, ÁNGEL ESTRADA, SOPHIE HAINCOURT, ALEXANDER KADOW, MORITZ A. ROTH y MARIE-ELISABETH DE LA SERVE: Assessing the macroeconomic impact of Brexit through trade and migration channels.
- 1912 RODOLFO CAMPOS y JACOPO TIMINI: An estimation of the effects of Brexit on trade and migration.
- 1913 DUNCAN VAN LIMBERGEN, MARCO HOEBERICHTS, ANA DE ALMEIDA y TERESA SASTRE: A tentative exploration of the effects of Brexit on foreign direct investment vis-à-vis the United Kingdom.
- 1914 MARÍA DOLORES GADEA-RIVAS, ANA GÓMEZ-LOSCOS y EDUARDO BANDRÉS: Ciclos económicos y *clusters* regionales en Europa.
- 1915 MARIO ALLOZA y PABLO BURRIEL: La mejora de la situación de las finanzas públicas de las Corporaciones Locales en la última década.
- 1916 ANDRÉS ALONSO y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Financial innovation for a sustainable economy. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2001 ÁNGEL ESTRADA, LUIS GUIROLA, IVÁN KATARYNIUK y JAIME MARTÍNEZ-MARTÍN: The use of BVARs in the analysis of emerging economies.
- 2002 DAVID LÓPEZ-RODRÍGUEZ y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: La intervención pública en el mercado del alquiler de vivienda: una revisión de la experiencia internacional.
- 2003 OMAR RACHEDI: Structural transformation in the Spanish economy.
- 2004 MIGUEL GARCÍA-POSADA, ÁLVARO MENÉNDEZ y MARISTELA MULINO: Determinants of investment in tangible and intangible fixed assets.
- 2005 JUAN AYUSO y CARLOS CONESA: Una introducción al debate actual sobre la moneda digital de banco central (CBDC).
- 2006 PILAR CUADRADO, ENRIQUE MORAL-BENITO and IRUNE SOLERA: A sectoral anatomy of the spanish productivity puzzle.
- 2007 SONSOLES GALLEG0, PILAR L'HOTELLERIE-FALLOIS y XAVIER SERRA: La efectividad de los programas del FMI en la última década.